

フランスにおける「証券の多様化」と 「自己資本充実」とに関する一考察

UNE ÉTUDE SUR LA DIVERCIFICATION DES VALEURS MOBILIÈRES ET LE RENFORCEMENT DES FONDS PROPRES DES ENTREPRISES EN FRANCE

博士後期課程 経営学専攻 60年入学

寺 門 孝 彦

TAKAHIKO TERAOKA

目 次

- I はじめに
- II フランスにおける「証券の多様化」の展開過程
- III 近年の証券財務関連諸制度の多様化
- IV おわりに

I はじめに

株式会社は、広く不特定多数の一般投資家を対象として、証券による資本の集中を可能とする唯一の企業形態である。この場合、証券とは、基本的には株式と社債とであり、また、この二つに限定されるものである。

ところが、一般の証券投資家側の投資嗜好は各種各様で、絶えず変化する投資環境のなかで一層有利な証券を指向する。一方、証券を発行する会社側でも、会社の資本構成や支配構造、さらには資本コストなどを考慮して、証券資本の集中にあたって一層有利な証券を選択することが、重要な財務問題となる。ここに至っては、もはや単一の形態や一般的性格の証券のみでは不十分となり、各種の証券、つまり、各種の株式と各種の社債とが制度上併存することになり、延いては株式と社債との「相互接近化」となる。このことが、いわゆる「証券の多様化」である¹⁾。

この「証券の多様化」は、従来から『資本市場（公社債、株式市場）の規模が小さく未発達²⁾』と評されるフランスにおいても、漸次的に制度化されてきている。

しかも、近年のフランスでは、1970年代からの資本構成悪化、すなわち自己資本比率の低下³⁾とい

う点に、企業の低生産性・低収益性、企業活動停滞の危険性、延いては国際競争力の劣化といった、いわばフランス経済危機の原因があるものと考えられてきた。そこで、この危機の打開と、新たな発展に向けての成果達成をはかる投資政策の前提条件として、まず「自己資本充実」が必要とされた⁴⁾。

そのため、近年のフランスにおける「証券の多様化」は、直接的にも間接的にも「自己資本充実」と必然的に結びついている。すなわち、フランス企業の「自己資本充実」をはかるためには、フランス国民の証券投資を誘発するに足る投資手段を拡大し、かつ、それを多様化する必要がある。その結果、フランス企業の資本調達手段は多様化され、新種の証券が開発されるに至った。

そこで本稿では、まずフランスにおける「証券の多様化」について、その展開過程を概観し、次いで、近年の証券財務関連諸制度が「証券の多様化」に加えて「自己資本充実」の要請から整備されていることを確認し、最後に、「証券の多様化」と「自己資本充実」とは、フランス企業にとって何を意味するものなのかを展望するものである。

なお、ここにいるフランス企業とは、一般的には、証券による資本の集中が可能な株式会社(société anonyme)および株式合資会社(société en commandite par action)であり、株式会社形態をそのまま維持している国有化企業をも含むものとする。また、フランス企業の特徴としては、『主要企業の株式会社形態下の国有化⁵⁾』が行われていることと、民間企業における『強い同族性⁶⁾』とが挙げられる。そのため、「証券の多様化」および「自己資本充実」も、こうしたフランス企業の特徴を反映したものとなっている。

Ⅱ フランスにおける「証券の多様化」の展開過程

フランス会社法⁷⁾の定めによれば、伝統的に、株式会社および株式合資会社(以下、単に「株式会社」とする)が発行する有価証券(valeurs mobilières)は、株式(actions)と社債(obligation)とに限定されていた(1983年改正前会社法§263)。

株式は、株式会社の資本金(capital social)を構成する一部分を表章するものであり、同時に出資者の諸権利を表章するものであるが、フランス会社法は、株式については何ら定義しておらず、ただ「金銭出資株式(actions de numéraire)」と「現物出資株式(actions d'apport)」とを区別しているにすぎない(会社法§267)。そのため、法解釈上の定義をみると、破棄院(Cour de cassation)は、株式について『等額(une valeur égale)で、記名式もしくは無記名式の(nominatives ou au porteur)、単なる交付もしくは名義書換え(transfert ou tradition)によって譲渡可能な持分証券であり、その出資者は、自らの出資額に対してのみ、会社債権者に責任を負うにすぎない』と判示した⁸⁾。

こうした法制度ないし法理論を反映して、G・ドゥッパン(Georges Depallens)の財務論においても、株式とは資本金が分割されたもので、『出資(金銭払込によるか、もしくは現物の供与によるか)の代償として、または準備金もしくは利益の資本組入れ(incorporation de réserves ou de

bénéfices au capital social) の際に交付される、原則として譲渡自由な証券 (titres) である⁹⁾』と定義した上で、各種株式 (différentes formes d'actions) につき、次の五つの主要な基準にしたがって分類を行っている¹⁰⁾。

その第1は、譲渡の形態および方法による分類である。実際には、「無記名株式 (actions au porteur)」と「記名株式 (actions nominatives)」とに区別される。前者は、人の手から手へと単なる交付によって譲渡されるが、後者は、所持人の名義書換えによってのみ譲渡できる。

第2は、株式に対する出資形態による区別であり、「金銭出資株式」と「現物出資株式」とである。

第3は、利益配当や残余財産分配などの優先権 (droits prioritaires) の有無による分類であり、「普通株 (actions ordinaires)」と「優先株 (actions privilégiées¹¹⁾)」とに区別される。

第4は、実態上の持分に対する権利 (droits à l'intérêt statuaire) に基づく分類であり、「享益株 (actions de jouissance)」と「資本株 (actions de capital)」とに区別される。前者は、株式券面額が償却される (amortie)、すなわち会社の準備金によって償還される (remboursée) 株式であり、一方、後者は未償却の株式である。享益株に対する配当は、資本株に対する配当支払後でなければ支払われず、資本株という普通株に対しての、いわば「劣後株」である。

第5は、議決権の数に応じた分類で、従来は「単一議決権株 (actions à droit de vote simple)」と「二重議決権株 (actions à droit de vote double)」とに区別されていた。現在では「無議決権株 (actions sans droit de vote)」も認められるが、これについては優先株との関連で後述する。

このほかにG・ドゥパランは、「発起人持分 (parts de fondateur)」と「受益者持分 (parts de bénéficiaires)」とを各種株式に含めている¹²⁾。この両者は、1927年と1929年との法律によって設けられたが、1966年会社法によって、それ以後の発行が禁止された (同法§264)。これらの証券には券面額が記載されず、その所持人には経営参加権 (qualité d'associés) を与えない。しかし、金銭の払込みを要しないにもかかわらず、利益配当もしくは残余財産分配に際し一定部分を受ける権利を有している。現在、発起人持分を受益者持分はと、発行済みのものの買戻し、もしくは株式への転換の対象となっているにすぎない。

また、フランスでは、額面株式のみで無額面株式は認められていないため、額面の有無による分類は生じない。ただし、その最低券面額は100フランであるが、企業成長の成果に対する従業員参加 (participation des salariés aux fruits de l'expansion de l'entreprise)¹³⁾ のために株式の分配を目的とする場合には、例外として10フランを下回らない券面額の「小割株 (coupures)」を発行できる (会社法§268)。この場合には、額面株の小割株への細分化によって、零細な資金の供給者としての従業員をも証券投資家とすることが可能となる¹⁴⁾。

このような各種株式が存在するものの、フランス会社法は「資本金確定の原則」を採用し (同法§2)、株主の新株引受権¹⁵⁾を法定化している (同法§183) ため、株式による資本の集中が機動的に行われず、「株式の多様化」と株式資本集中、したがって「自己資本充実」と、直接には結びついていなかったようである。このことは、フランス企業の他人資本依存、自己資本の不足、証券財務における株

式発行に対する社債発行の優位さ¹⁶⁾という資本構成からも明らかであろう。

実際には、1950年度から1964年度までは、株式発行総額が社債発行総額のほぼ2倍を超えていたが、その後は社債が株式を凌駕した。ちなみに、1982年度の証券取引委員会 (Comission des Opérations de Bourse) の報告書によると、この年の社債発行総額は、証券発行総額の85%を占めていた¹⁷⁾。

このような株式軽視の原因は、新株発行による増資には特別総会 (assemblée générale extraordinaire) の決議と、それに伴う定款変更を必要とする (会社法§180) という点にある。これに対して、普通社債の発行は通常総会 (assemblée générale ordinaire) の決議をもって足りる (同法§286) うえに、通常総会は、かかる権限を取締役会 (le conseil d'administration ou le directoire) に授權することもできる (同法§287)。したがって、普通社債による資本集中のほうが、より容易である。この制度上の問題¹⁸⁾のほかに、次の理由も考えられる¹⁹⁾。

第1に、証券市場が未発達のために、銀行借入に依存し易かったこと、第2に、社債の高い利子率が投資の誘因となったこと、第3に、株式に対する配当が課税されるのに対して、社債利子は損金であること、第4に、会社支配権の維持を望む経営者 (dirigeants) の配慮、第5に、インフレに伴う貨幣価値の下落により、社債発行に伴う高率の利子支払いも元本の償還も、実質的には軽減されること、などが挙げられる。

一方、投資家は、二度にわたる戦火と、悪化するインフレ、国際収支赤字に伴い減価するフラン通貨への不信感から、証券投資に対しては、むしろ消極的であった²⁰⁾。そこで、社債による資本の集中をはかる企業側にとって、これらの諸点を考慮し、工夫した各種の社債が制度化されるに至った。

原則として、社債は確定利子の支払いを伴うが、この原則を変えるものとして、「利益参加社債 (obligations à intérêts progressifs, avec participation aux bénéfices)」および「指数社債 (obligations à intérêts progressifs, avec indexation du taux des intérêts)」があらわれた。

利益参加社債²¹⁾は、起債会社の実現利益 (bénéfices réalisés) に応じて、たとえば、減価償却 (amortissement) および引当金 (provision) 控除後の純利益 (bénéfices nets), もしくは株主に対して支払われる配当金などを基準として、追加的利子が支払われる。

指数社債²²⁾は、元本の償還あるいは利子の支払額が、物価指数にしたがって変動するものである。この指数社債は、1950年以来、貨幣価値の低下が著しくなる1958年頃までは、多くの発行例をみたが、1958年12月30日の大統領令 (Ordonnance) が制限規定を設けてからは、大蔵大臣 (direction du Trésor) は、この指数社債の発行を認めていない²³⁾。

ところで、利益参加社債も指数社債も、利子支払もしくは元本償還に際して、追加の可能性を付するものであるが、この両者の相違について G.ドゥーランは、『物価指数 (例えば販売価格) は社債利子に直接影響を及ぼすが、一方、純利益もしくは、株主への支払配当額は、会社の財務政策 (politique financière) に大きく依存する²⁴⁾』と指摘している。その後出現をみたのが、「流動利子率付社債 (obligations à taux d'intérêt flottant)」である。この社債には、「変動利子率付社債 (obligations

à taux variable)」と「修正利子率付社債(obligations à taux révisable)」とがある²⁵⁾。前者の利子率は、一般に6カ月間は確定利子のままであるが、その期限終了時に、TMOと呼ばれる、国家が保証して発行される債券の平均利子率(taux moyen des obligation)もしくは市場金利の平均利率(taux moyen du marché monétaire)に基づいて算定される。後者の利子率は、一般に3年間は固定されるが、国家が保証する指数ではなく、毎月の債券利回り(rendement des emprunts)の直近2カ月の平均利回りに基づいて更新される。

このように、各種社債が生まれたことにより、社債発行が株式発行を上回り、その結果として自己資本が脆弱化したことは、すでに指摘した。そこで、社債により集中された他人資本を自己資本に振り向けるべく、1966年7月24日の会社法は、「株式転換社債(obligations convertibles en actions)」の規定を設けるとともに、「株式交換社債(obligations échangeables contre des actions)」を創設した。なお、転換社債は、指数社債に対する嫌悪(hostilité)にかんがみ、低い利子率の付与を認めるが、その代わりに社債を株式に転換することを認めるべきものとした、1953年2月25日の法律によって創設されたものである²⁶⁾。

以下、この二つの社債について述べることにするが、わが国商法上、転換社債は社債の規定とされているのに対し、フランス会社法では、増資の規定の中におかれている。交換社債について同様である。

まず、転換社債とは、社債権者に対して、株式に転換する選択権(option)が付与された社債をいう。この社債は、取締役会および監査役の報告書に基づき、特別総会の決議によって発行される(会社法§195①)。この場合、新株引受権を有する株主は、この転換によって発行される新株の優先的引受権を、社債権者のために放棄したことになる(同法§195②)。転換は、社債権者の意思に基づき、社債発行契約に定める1回または数回の請求期間内に行われるか、または随時の請求により行われる(同法§195③)。また、その発行価額は、社債権者が転換請求権の行使によって交付を受ける株式の券面額を下回ってはならないとされる(同法§195④)。しかし、実際には、株式の市場価格(cours en Bourse)を超える発行価額で公券発行されている²⁷⁾。

G. ドゥパランによれば、この転換社債の社債権者としてのメリットとして、固定された金額の債権者としての地位を捨て、企業持分の共同所有者(associé propriétaire d'une partie de l'entreprise)としての地位に就くことを選択できる点が指摘されている。また、発行会社にとってのメリットとしては、転換までの間、普通社債より低い利子ですむこと、税務上、利子は損金となること、また、他人資本が自己資本を増強することになること、償還のための資金繰り(trésorerie)に圧迫されることがないこと、そして、普通社債よりも長期の資本として利用できること、などが挙げられる²⁸⁾。

次に、交換社債とは、それが発行されている間、随時に株式と交換できる社債をいう。この社債は、証券取引所に株式を正規に上場している会社だけが発行できる(会社法§200)。この社債も、取締役会および監査役の報告書に基づき、特別総会の決議によって発行される(同法§201①)。この場合、株主は、増資新株についての優先的引受権を放棄したことになる(同法§201②)。この社債と交

換すべき株式は、すでに発行済で、かつ第三者が所持している株式でも、または交換社債の発行と同時に実施される増資によって発行された株式でもよい。ただし、後者の場合、株式は、一行もしくは数行の銀行、または銀行の保証を得た一人もしくは数人が引受けなければならない（同法§201②）。すなわち、この場合には、社債による資本集中と株式による資本集中とが、同時に行われることになる。また、その発行価額は、社債権者が交換によって取得すべき株式の券面額を下回ることにはできない（同法§203①）。なお、交換社債と株式との交換は、発行契約所定の条件にしたがって行われ、その請求は、社債権者の意思に基づくときに限り、社債の償還期日から3カ月の期間が経過するまでは、いつでも可能である（同法§203②）。

ところで、以上のような転換社債および交換社債の制度化にもかかわらず、1970年代の自己資本比率は、むしろ低下し続けた。特に交換社債は、実務上、もはや姿を消したものと評価されているほどである²⁹⁾。

そこでフランス政府は、企業の資金調達のための販蓄を促進せしめるため、1978年7月13日の法律、通称モノリー法(*loi Monory*)を制定した³⁰⁾。同法は、まず株式投資による収益の非課税制度を設け、次に、企業の自己資本に関する税制を規定し、さらに「無議決権配当優先株 (*actions à dividende prioritaire sans droit de vote*)」と「資本参加性貸付金 (*prêts participatif*)」とを創設した。

税制については、ここでは触れない。また、無議決権優先株について、制度上の規定は後述に委ねるものとし、その創設にあたっての意義とその性格について、若干触れるにとどめる。

まず、資本参加性貸付金からみることにする。この資本参加性貸付金（企業側からみれば資本参加性借入金）は、経済社会開発基金 (*Fonds de développement économique et social*) による企業に対する貸付金として、国家および金融機関等が同意するもので、これを享受する企業の財務状態の評価にあたっては、自己資本と同一とみなされる（モノリー法§25）。それは、次のような理由からと思われる。すなわち、第1に、償還について、資本参加性借入金は、債務会社の和解的清算 (*liquidation amiable*) または清算整理 (*liquidation de biens*) の際に、先取特権債権者または普通債権者への弁済終了後、初めて償還される（同法§26）ものであり、資本参加性貸付金の債権者は、『株主の直前順位で償還を受ける³¹⁾』からである。第2に、支払利子は確定利子であるが、その支払は、分配可能利益の分配にあたって、他のすべての分配に優先して利益からの控除として行われる（同法§28）ため、配当に近い性格をもつからである。

このように、資本参加性借入金は、法律上は債務会社の「自己資本」とみなされるが、財務論においては、「準自己資本 (*quasi-fonds propres ou quasi-capitaux propres*)」の範疇に分類される³²⁾。この「準自己資本」とは、実態は、会社の債務ではあるが、償還期限がほとんど無いに等しいか、あるいは全く無いかの性質を有する資本をいう³³⁾。このことは、「自己資本」領域の拡大を意味し、いわば「自己資本の多様化」となる。確かに、資本参加性借入金は証券資本ではないが、いわば「他人資本の自己資本への転化」を認めるもので、「社債の株式化」という「証券の多様化」と全く無縁とは思われない。しかも、資本参加性貸付金の債権者は、『議決権をもたない株主に近い地位³⁴⁾』にあ

るから、このことは、無議決権優先株の性格と相通ずるものである。

次に、モノリー法が創設した無議決権優先株（同法§14以下）は、「利得に対する魅力」に無関心な株主など一人もいないのに対して、経営に参加する株主は、ほとんどいない³⁵⁾』という株主遙有制（absentéisme）の現実 に即したものと評価されている。すなわち、この無議決権優先株は、株式の本質的な属性である議決権を、証券に表章される財産上の権利から分離したものであり、『一方では原則として議決権を与えられず（ただし、3事業年度の間配当が支払われない場合を除く）、他方では、予め定められた期日に償還される債権を表わすものでもなく、経営成果からの配当という形で分配に与る³⁶⁾』点で、『株式と社債との中間形態³⁷⁾』すなわち「株式の社債化」である。

この無議決権優先株は、フランス資本市場の再建と、閉鎖的な伝統をもつフランス企業の支配構造の維持をはかりつつ、資本調達を容易ならしめることが目論まれていたものの、1978年から1982年にかけて、わずか6社の発行例をみたにすぎなかった³⁸⁾。

企業の「自己資本充実」を促進するモノリー法の施行により、フランス企業の自己資本比率は1978年度に30%台に復帰し、1979年度はさらに上昇したものの、第2次オイルショックの影響もあって、1980年度以降再び低下し始めた³⁹⁾。しかも、1981年5月に大統領に就任したミッテランの社会党政権の国有化政策によって、ほとんどの大企業が国有化され、上場廃止となったことから、フランス株式市場は以後低迷を続けた⁴⁰⁾。そこで、こうした事態に対処するため、1983年2月1日、第2部市場（Second Marché）を創設して、それにより成長性の高い中堅企業の発掘をはかるものとした⁴¹⁾。さらに、『投資の脆弱さ、企業の他人資本依存度の高さ、および事業上の危険を担保するに足る資本の蓄積の必要性を痛感していた⁴²⁾』政府は、1983年1月3日、投資促進と出資保護に関する、通称ドゥロール法（loi Delors）を制定した⁴³⁾。

このドゥロール法の目的は、①企業発展の各段階で利用可能で、かつ事業上の危険を担保するに足る資本の蓄積を指向する財務的諸手段の創設、②安定した出資の拡張、③一層高度な出資の保護をはかることにあった⁴⁴⁾。具体的には、増資の簡素化、証券投資優遇税制の拡充、投資家保護の強化などであるが、特に注目されるのは、その投資対象としての各種証券の創設であり、企業の側からすれば、証券財務すなわち証券による資本集中手段の多様化である。

次章では、このドゥロール法が創設ないし拡充されたことによって多様化した証券財務の諸制度につき、「自己資本充実」と関連させながら概説することにする。

Ⅲ 近年の証券財務関連諸制度の多様化

1983年1月のドゥロール法は、投資家を刺激し証券投資へと向かわしめることによって、低迷し続ける証券市場を活性化し、併せて企業の「自己資本充実」を促進すべく、「証券の多様化」ないし「証券財務の多様化」をはかったものといえる。具体的には、①1978年7月のモノリー法が創出した無議決権優先株の発行促進のための改正がなされ、②株式配当が制度化されたほか、③新株引受権付社債、④株式の分解による投資証券および議決権証券、⑤参加証券といった新種証券を創設した。

以下、順次みてゆくことにする。

(1) 無議決権優先株

無議決権優先株は、モノリー法によって創設され、会社法の中に挿入された。

この優先株は、定款に定めがある場合に、株主総会の決議をもって(1978年改正会社法§177-1①)、資本金の4分の1を限度として発行できる(同法§269-1①)。優先配当については、累積的(同法§269-2①)かつ参加的(同法§269-2③)であり、その最低額は、定款所定の第1次配当額以上で、かつ、発行価額の5%以上とされ(同法§269-2②)、この優先配当が累積分を含めて3年間未払の場合には、議決権が復活する(同法§269-3②)ものとされていた。

この優先株の発行例は、すでにみたように低調であったが、その原因は、モノリー法の中に優先株の発行を制約する規定が含まれていたためとみられる⁴⁵⁾。そこで、ドゥロール法では、この規定につき、次の点で緩和化を行った。

第1に、モノリー法では、最近の3事業年度中2回以上配当した会社でなければ優先株を発行できなかったが、ドゥロール法では、最近の2事業年度中に分配可能利益を実現した会社ならば発行できることに改めた(1983年改正会社法§177-1②)。すなわち、分配可能利益が配当として分配されたか否かは、あまり重要ではなくなったのである⁴⁶⁾。

第2に、モノリー法では、転換社債および交換社債を発行した場合には優先株を発行できなかったが、ドゥロール法では、その定めを削除した(同法§195⑤および§206①)。かくして、会社にとっては、証券資本集中への道が広がったことになる。

第3に、ドゥロール法は、優先株の発行につき、増資だけでなく、発行済普通株の転換によっても発行を認めたほか、優先株と普通株との相互転換をも認めた(同法§269-1①)。

第4に、優先配当の最低額を、従来の発行価額(額面+額面超過額)の5%から、額面の7.5%へと変更した(同法§269-2②)。この結果、ドゥロール法のこの規定は、モノリー法よりも優先株主にとっては不利に、発行会社にとっては有利なものとなった⁴⁷⁾。

第5に、モノリー法では、優先配当が連続3事業年度の間支払われなかった場合には、優先株の議決権は回復し、優先配当が連続3事業年度の間支払われると、回復した議決権は再び失われるとされていたが、ドゥロール法では、優先配当が1事業年度でも支払われると、優先株は再び議決権を失うことになった(同法§269-3②)。このことは、支配構造の維持という点では、支配的株主ないし経営者にとっても有利となったことを意味する。

なお、増資の際の普通株と優先株との間の関係について、まず金銭出資による増資の場合、優先株主も原則として普通株に対して新株引受権を有するが、普通株主と同一の条件で、優先株主には優先株を割当ててもよい(1978年改正会社法§269-5①)。次に剰余金の資本組入による株式の無償交付の場合にも、原則として優先株主には普通株が交付されるが、優先株を交付してもよい(同法§269-5②)。また、剰余金の資本組入による発行済株式の券面額の引上げの場合には、それ以後の優先配当

額は、引上げられた券面額に基づいて算定されることになる（同法§269-5③）。

以上のように、優先株の制度は、証券資本集中側の発行会社にとって有利なものとして、その発行促進をはかるべく制度面の調整・整備が行われた。それによって、支配構造を維持しながら「自己資本充実」をはかるという、当初の目的を達成し易いものにした。

（2）株式配当

株式配当（dividende en actions）は、すでに英米などでは実施されていたが、フランスでは、ドゥローロール法によって初めて制度化されたものである。

A. サイヤー（Alain Sayag）と A. パルマード（Alexis Palmade）が指摘するように、『事業年度の決算を確定する権限を有する株主総会の際に、経営者は、実際に二者択一を迫られる⁴⁹⁾』。すなわち、分配可能利益の大部分を企業の自己金融（autofinancement）に割当てべきか、それとも、株主に高額配当を分配するか選択の問題である。配当として新株を発行すれば、この問題は解消する。つまり、『会社は分配をするにはするが、その自己金融力を減ずることなく利益分配が可能となり、一方、株主は有利な条件で増資に参加できる⁴⁹⁾』ことになる。このことは、換言すれば、会社にとって株式配当は、『利益留保（conservation des bénéfices dans l'entreprise）と株主報酬（rémunération）とを両立せしめる⁵⁰⁾』ものである。

この株式配当の実施に伴う増資の性格について、新株引受による有償増資か、それとも利益の資本組入による無償増資か、問題となる。A. サイヤーとA. パルマードは、前者の見解を示している。何となれば、配当は株主に対する会社の債務であるから、このような『配当の組入れによる増資は、相殺（compensation）の形式をとった金銭出資による増資に近似している⁵¹⁾』からである、と。つまり、株主に対する未払配当金を資本金に振替えたことになるためである。このような株式配当の性格は、P. コンソ（Pierre Conso）をして『配当金の充当による資本集積的な増資（augmentation progressive du capital）⁵²⁾』と言わしめたのである。まさに、「自己資本充実」のための「資本集積的集中」といえるものである。

この株式配当について、ドゥローロール法は、次のように規定している⁵³⁾。

すなわち、株式会社は、分配される配当の全部または一部につき、金銭配当か株式配当かを選択できる権利を、すべての株主に対し同時に付与することができる。この決定を行う権限を有する機関は、特別総会ではなく、当該事業年度の決算を確定する通常総会である。また、数種の株式、たとえば優先株が存在する場合には、交付を受ける株式を優先株としてもよい（以上、1983年改正会社法§351）。

交付を受ける株式の発行価額については、自由ではない。すなわち、券面額を下回ってはならず（同法§352①）、しかも上場会社の場合には、利益配当の決議日に先立つ取引所の相場が成立した20日間の平均価格の95%を下回ってはならない（同法§352②）とされている。

また、株主の受取る配当の額が1株の発行価額に満たない端数（rompu）を生じた場合には、株主

は、その端数部分については、1カ月以内に1株とするのに必要な差額を金銭で払込み、株式を取得するか、または端数に相当する金銭を受領することになる（同法§352④）。

(3) 新株引受権付社債

ドゥローール法は、また、1966 年会社法が設定した転換社債および交換社債のほかに、別名「ワラント社債 (obligation à warrants)」と呼ばれる「新株引受権付社債 (obligation avec bons de souscription)」の発行を認めた。

P. コンソの定義にしたがえば、新株引受権付社債とは、『一定の行使期間内で、一定の行使価格で、新株を引受けることのできる1ないし複数の選択権が結合された普通社債である⁵⁴⁾』。その選択権は、起債会社、その親会社、もしくは子会社の新株引受に関わることも可能であり（1983年改正会社法§194-1②）、また、「新株引受権証券」として、社債から分離し、単独で譲渡可能なものである（同法§194-1④）。そして、B. ブロック (Bernard Bouloc) は、『この社債の所持人が社債権者であることを選ぶか、それとも株主となることを選ぶかは自由である⁵⁵⁾』という点で、転換社債や交換社債と区別する。

この新株引受権付社債は、フランスにおいては『優先株よりも有利な革新的な証券⁵⁶⁾』と評価されている。というのは、会社にとって、段階的な二重の財務取引 (opérations financières) が可能だからである。すなわち、まず第1段階として、一般に転換社債よりも高いが、単なる普通社債よりも低い利子率で社債による資本集中が可能になり、次に第2段階として、選択権の行使期間が経過した後で、新株引受＝増資という株式による資本集中が行われることになるからである。この点に、間接的な「自己資本充実」のための手段としての性格が窺える。しかも、優先株のように、様々な発行制限は存在しない。

この新株引受権付社債の発行および新株引受権の行使価格について、ドゥローール法は、次のように規定している⁵⁷⁾。

すなわち、新株引受権付社債は、取締役会および監査役の報告書に基づき、特別総会の決議によって発行される（同法 §194-1①）。この特別総会は、新株引受権の行使価格の算定方法、および新株引受権証券の所持人が引受ける株式の最高価額について、決定しなければならない（同法 §194-1③）。

株主は、新株引受権付社債につき優先的引受権を有する（同法§194-2①）が、特別総会により、新株引受権付社債の発行決議がなされたときは、株主は、新株引受権証券の呈示によって引受けられる株式の優先的引受権を放棄したことになる（同法§194-2②）。

一方、新株引受権の行使価格は、新株引受権の呈示に基づいて引受けられる株式の券面額と、少なくとも同額でなければならない（同法§194-2③）が、この財務取引を決議した特別総会が、この社債の引受価格との関連で、いくつかの行使価格を定めることも可能である。

(4) 株式分解 (投資証券と議決権証券)

ドゥローール法は、伝統的な普通株に属する権利を財産上の権利とそれ以外の権利とに分解し、それぞれを有価証券化した。これが、「株式分解 (démembrements de l'action)⁵⁸⁾」と称せられるもので、株式が「投資証券 (certificats d'investissement)」と「議決権証券 (certificats de droit de vote)」とに分解されることになる。これらの証券は、特別総会の決議をもって分離発行されるが、その両者合わせての発行限度額は、資本金の4分の1である (1983年改正会社法§283-1①)。このような発行限度を設けた理由は、会社資本に財務上参加していない者、すなわち議決権証券の所持人によって、経営意思決定権限 (pouvoir de décider) が保持されることを避けるため、といわれている⁵⁹⁾。

まず、投資証券とは、株式に属する権利のうちで、財産上の権利を表章する有価証券である (同法§283-1①)。この定義からも明らかのように、投資証券には議決権が付与されておらず、この点では無議決権優先株に似ている。しかし、無議決権優先株の議決権は、一定の条件の下では復活するのに対し、投資証券は決して議決権を伴うことがない点で、この両者は決定的に異なる⁶⁰⁾。しかも、投資証券は優先配当を認められておらず、配当は実現利益により左右される、償還不要な証券である。この点からして、投資証券に表章される財産上の権利とは、主として利益配当請求権であり、それゆえ投資証券には、その自由譲渡性と株式券面額との同一性が認められるのである (同法§283-1)。かくして、投資証券は、いわば「無議決権普通株 (action sans droit de vote et sans dividende prioritaire)」といえよう⁶¹⁾。

次に、議決権証券とは、株式に属する権利のうちで、投資証券に分解、帰属する権利以外の権利、とりわけ議決権を表章する有価証券である (同法§283-1①)。この議決権証券は、記名式でなければならない (同法§283-1④)。また、原則として譲渡不能であるが、議決権証券に対応する投資証券と一体となつてのみ譲渡可能であり、この場合には、結局、株式に復元されることになる (同法§283-1⑥)。

かくして、この株式分解の財務的機能は、企業の支配構造を変更することなく「自己資本充実」が可能となる点にあるといえる。すなわち、株式分解に際し、企業の支配的株主には議決権証券を交付することによって支配権を集中し、一方、一般投資家には投資証券を発行して、これにより支配権を伴わない証券資本の集中が可能となる。それゆえに、この制度は、国家が株式を過半数以上所有している会社、もしくは子会社に対する支配関係の変更を欲しない51%子会社を所有する親会社による活用を期待されていたのである⁶²⁾。特に前者の場合には、ミッテラン社会党政権下で『推進された広範な企業の国有化政策と無縁ではないであろう⁶³⁾』。

(5) 参加証券

参加証券 (titres participatifs) は、P. コンソが指摘するように、『大企業集団および銀行の国有化の延長線上にあって、1983年法 (ドゥローール法のこと——筆者) の極めて重要な革新的部分をなしている⁶⁴⁾』。すなわち、1982年2月の国有化法 (loi de nationalisation) により、5大企業、2大金

融グループ、および39銀行が新たに国有化されたが⁶⁵⁾、ドゥローラ法は、こうした公企業の旺盛な資金需要に応ずべく、広く民間から資金を調達するため、参加証券を創設したのである。

この参加証券を発行できる企業は、公共部門に属する株式会社および協同組合(*sociétés anonymes coopératives*)に限定される。この点、転換社債、優先株、投資証券などが、すべての株式会社に発行できるのとは異なる。「公共部門に属する株式会社」には、1982年の国有化対象会社が含まれ、国家が資本金を100%所有する会社も含まれるほか、直接的または間接的な方法で、あるいは審議機関(*organes délibérants*)内で過半数の議決権を保持しながら、国家が資本金の過半数を所有する会社をも含む。ただし、国家以外の公法上の法人(地域、県、市町村などの自治体)が過半数所有する株式会社や、法律上、株式会社ではない国営企業(*entreprises d'Etat*)は除かれる⁶⁶⁾。

参加証券は譲渡性があり(1983年改正会社法§283-6③)、原則として、会社の清算にあたり、すべての債権者の債務が完済された場合、また、例外として、発行契約において7年以上の償還期間を定めている場合にかぎり、償還性が認められる。この原則にしたがえば、いわば一種の「永久社債(*rente perpétuelle*)⁶⁷⁾」といえる。

このように、参加証券は社債に類似した性格が強いため、会社法においても社債の規定が準用される。そのため、その発行決議権限は通常総会に属することになるが、その総会においては、取締役会に対して、5年以内に1回ないし数回参加証券を発行し、かつ、その実施方法を定めるにつき、必要な権限を委譲することもできる(同法§283-7①)。また、株主総会をもたない公企業では、取締役会が通常総会に属する権限を行使する(同法§283-7⑥)。

しかしながら、参加証券は、その所持人の利益参加を認めるものである。すなわち、参加証券に対する報酬は、「定額部分」と、会社の活動または成果に関する要素および参加証券の券面額を考慮して算定する「可変部分」とからなる(同法§283-6②)。この可変部分は、参加証券の券面額の40%を超えることはできない(同法施行令§242-1①)が、その範囲内であれば、年次計算書(*comptes annuels*)の自己金融の剰余金部分(*marge brute d'autofinancement*)に基づき、自由に算定される(同法施行令§242-1②)⁶⁸⁾。

この点からすれば、参加証券は「一種の利益参加社債⁶⁹⁾」といえるかもしれないが、償還性が極めて低いことを考慮すれば、むしろ株式に近似した証券といえよう。このことは、まさに「社債の株式化」である。

また、清算の際には、資本参加性貸付金を認めた債権者の後順位でのみ償還を受けるにすぎない(同法§283-6④)から、参加証券の所持人は、株主とほぼ同順位に位置することになる⁷⁰⁾。

かくして、法律論も財務論も、参加証券により集中された資本を「自己資本」とみなすのであり⁷¹⁾、これによって国有化企業にも証券発行による「自己資本充実」への道が開かれたのである。

Ⅳ おわりに

フランスの「証券の多様化」は、漸次制度化されてきた。とりわけ近年は、「自己資本充実」を目

的とした「証券の多様化」ないし「証券財務の多様化」ということのための制度的な条件が、一応整ったといえる。

このことは、他の先進資本主義国、といわけ英米およびわが国にみられる財務の「多様化」と軌を一にするものであり、そのかぎりでは、フランスの財務も「国際化」したことにもなる。

しかしながら、このことをもって、いわゆる「大陸型」から「英米型」への接近化と判断するのは、尚早であろう。何となれば、フランスにおける「証券の多様化」および「自己資本充実」は、むしろフランス独自の側面が強く打ち出されているからである。

すなわち、フランスにおける「自己資本充実」は、企業の支配構造を変更することなく行われようとしており、そのための「証券の多様化」なのである。このことは、民間企業にあっては、同族性の強いフランス企業の伝統を維持しつつ、資金需要を充たそうとすることにあらわれ、一方、国有化企業にあっては、国家の支配力を維持しながら、広く民間の資金を動員しようとするものである。しかも、後者の場合には、すでに所有面における「民有化 (dénationalisation)」が可能となったといっても、過言ではあるまい⁷²⁾。

いずれにしても、近年のフランスにおける「証券の多様化」は、企業支配者の支配力を維持する一方で、いわば支配を伴わない「自己資金」を充実させようとするものである。このことは、本来「他人資本」とすべきものまで「自己資本」とみなそうとすることからも明らかである。われわれは、ここに、フランス企業の「閉鎖性」と「開放性」との矛盾に対する解決への努力を見出すのである。

注 1) 「証券の多様化」については、水越潔稿「証券財務と株式会社法」『経営論集』第 32 巻第 3 号 (通巻 109 集)、明治大学経営学研究所、昭和 60 年 3 月、8 頁以下を参照のこと。

2) 勝悦子稿「フランスの金融・資本市場の自由化」『東京銀行月報』第 37 巻第 8 号、1985 年 8 月、7 頁。

3) OECD (仏語略は OCDE) の統計によると、フランス製造業企業の自己資本比率は、1970 年度の 35.0% から 1983 年度の 26.3% へと、全体として低下傾向にある (OCDE, *Statistique Financières de l'OCDE 3^e Partie: Comptes des Entreprises Non Financières*, 1983 et 1985)。

4) Michel Levqsseur et Jean-Louis Olivaux, Fonds propres: une situation en voie d'amélioration, *Revue Francaise de Gestion*, Septembre-Décembre 1985, p. 186.

5) 富森虔児編著『現代の巨大企業』新評論、1985 年 10 月、20 頁。

6) 吉森賢著『フランス企業の発想と行動』ダイヤモンド社、昭和 59 年 10 月、143~145 頁。

7) フランス会社法の条文については、次の文献を参照した。

早稲田大学フランス商法研究会編『注釈フランス会社法』第 1 巻、成文堂、昭和 51 年 11 月、同第 2 巻、昭和 52 年 11 月、同第 3 巻、昭和 57 年 9 月。

早稲田大学フランス商法研究会編『フランス会社法』商事法務研究会、昭和 55 年 10 月。

8) Bernard Boulloc, Les nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs (Titre I, chapitres 5 et 6 de la loi 83-1 du 3 janvier 1983), *Revue des Sociétés*, No 3, Juillet-Septembre 1983, p. 502.

9) Georges Depallens, *Gestion financière de l'entreprise*, 8^e édition, Paris, édition Sirey, 1983, p. 349.

10) Ibid., pp. 350-352.

11) このほかに、actions de préférence, actions de priorité という用語も使われる (Ibid., p. 351)。

12) Ibid., p. 352.

13) 拙稿「株式会社金融における従業員参加について」『明治大学大学院紀要』第 23 集(6)、経営学篇、昭和

60年度、101頁以下参照。

- 14) 従業員が会社にとって零細資金の供給者となることは、拙稿「従業員持株制度とその経営財務機能」『経営論集』第33巻第4号（通巻114集）、明治大学経営学研究所、昭和61年3月、103頁以下参照のこと。
- 15) 金沢理稿「フランス会社法における新株引受権」鈴木竹雄先生古稀記念『現代商法学の課題』下巻、有斐閣、昭和50年、83頁以下参照。
- 16) Bernard Bouloc, op. cit., p. 503.
- 17) Ibid., p. 503.
- 18) 山田泰彦稿「株式の分解とその有価証券化」『商事法務』第1019号、昭和59年9月、22頁。
- 19) Bernard Bouloc, op. cit., p. 503.
- 20) 中村利平著『フランス証券市場論』文真堂、昭和55年4月、11頁。
- 21) Georges Depallens, op. cit., p. 387.
- 22) Ibid., p. 387.
- 23) Pierre Conso, *La gestion financière de l'entreprise*, 7^e édition, Paris, Dunod, 1985, p. 382.
- 24) Georges Depallens, op. cit., p. 388.
- 25) Pierre Conso, op. cit., p. 383.
- 26) Bernard Bouloc, op. cit., p. 503.
- 27) Georges Depallens, op. cit., p. 389.
- 28) Ibid., p. 390.
- 29) Ibid., p. 391.
- 30) モノリー法の条文については、「フランスの『企業の資金調達に向けての販蓄振興法』について」『証券』東京証券取引所、昭和54年5月号、52～73頁を参照した。
- 31) Bernard Bouloc, op. cit., p. 505.
- 32) Michel Levasseur et Jean-Louis Olivaux, op. cit., p. 186. Pierre Conso, op. cit., pp. 367-370.
- 33) Michel Levasseur et Jean-Louis Olivaux, op. cit., p. 186. Pierre Conso, op. cit., pp. 367-368.
- 34) Bernard Bouloc, op. cit., p. 505.
- 35) Ibid., p. 505.
- 36) Ibid., p. 505.
- 37) Ibid., p. 505.
- 38) Ibid., p. 506.
- 39) OECDの統計によると、フランス製造業企業の自己資本比率は、1977年度28.6%、1978年度31.0%、1979年度32.3%、1980年度30.7%、1981年度28.5%、1982年度26.7%となっている（OCDE, op. cit.）。
- 40) 中村利平著『前掲書』186頁。
- 41) 「フランスの第二部市場について」『証券』東京証券取引所、昭和58年10月号、8～20頁参照。
- 42) Bernard Bouloc, op. cit., p. 506.
- 43) ドゥロール法の条文については、早稲田大学フランス商法研究会編「1983年のフランス改正会社法」『比較法学』第18巻第2号、1984年、5～79頁を参照した。
- 44) Bernard Bouloc, op. cit., p. 506.
- 45) Michel Levasseur et Jean-Louis Olivaux, op. cit., p. 191.
- 46) Bernard Bouloc, op. cit., p. 510.
- 47) Ibid., p. 511.
- 48) Alain Sayag et Alexis Palmade, *Le capital social et sa rémunération après les récentes réformes*, *Revue des Sociétés*, No, Octobre-Décembre 1983, p. 733.
- 49) Ibid., p. 733.
- 50) Ibid., p. 729.

- 51) Ibid., p. 733.
- 52) Pierre Conso, op. cit., p. 367.
- 53) Alain Sayag et Alexis Palmade, op. cit., p. 734.
- 54) Pierre Conso, *La gestion financière de l'entreprise*, 6^e édition, Tome 2, La politique financière, Paris, Dunod, 1981, p. 392.
- 55) Bernard Bouloc, op. cit., p. 508.
- 56) Michel Levasseur et Jean-Louis Olivaux, op. cit., p. 191.
- 57) Bernard Bouloc, op. cit., pp. 508-509.
- 58) Ibid., p. 506.
- 59) Ibid., p. 512.
- 60) Ibid pp. 511-512.
- 61) Ibid., p. 507.
- 62) Ibid., p. 512.
- 63) 山田泰彦稿「前掲稿」27頁。
- 64) Pierre Conso, op. cit., 7^e édition, p. 366.
- 65) 1982年の国有化については、長部重康編『現代フランス経済論』有斐閣、昭和58年6月、303頁以下参照のこと。
- 66) Bernard Bouloc, op. cit., p. 524.
- 67) Ibid., p. 507.
- 68) Ibid., p. 527.
- 69) Pierre Conso, op. cit., 7^e édition, p. 366.
- 70) Bernard Bouloc, op. cit., p. 527.
- 71) Ibid., p. 529. Michel Levasseur et Jean-Louis Olivaux, op. cit., p. 192. Georges Depallens, op. cit., pp. 351-352.
- 72) François Vellas, Les certificats d'investissement privilégiés: Nouveau produit financier ou transition vers la dénationalisation des groupes public?, *Revue des Sociétés*, No 4, Octobre-Décembre 1985, pp. 807-813.